2020年8月

品质消费系列报告

# 慢工出细活的短保烘焙行业

## ——桃李面包效率提升初见端倪

霍 健

Email: jhuo@hzinsights.com

Tel: 13426493675

王昱

Email: ywang@hzinsights.com

Tel: 18721043985

弘则弥道（上海）投资咨询有限公司

Horizon Insights 弘 则 研 究

·科技 ·能源制造 ◆ 消费传媒 ·医疗健康

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

# 核心观点提示

- **庞杂的烘焙行业中，短保正在快速兴起**

  以销售渠道划分，烘焙行业分为门店、超市、餐饮3大渠道；以产品形态可以大致分为预包装烘焙产品和门店现做的烘焙产品；从保质期上则分为短、中、长保。最早，外资面包烘焙坊与各类长保产品的兴起，对国人进行了第一轮烘焙消费习惯的教育。之后，随着消费者健康意识的不断提升，中保质期的产品开始在线上、线下超市铺开，奠定了我国正处于烘焙人均消费量稳步提升的过程。而当下，伴随着烘焙行业供应链能力的不断提升，短保类预包装食品有望继续加速人均消费量提升的进程。

- **参考海外，短保对供应链的苛刻要求巩固了行业龙头的优势竞争地位**

  以海外的经验来看，烘焙行业最终都诞生了龙头公司，与市场上的第二、三位拉开了份额上的差距。在日本，非现做的零售业态门店被挤出淘汰；在韩国，则是个人独立的面包房被连锁面包房挤出，并且龙头集团甚至实现了面包房和预包装产品的混业经营。回溯日本面包行业的价格变化，我们并没有看到类似于速冻行业激烈的价格竞争，龙头公司则在产品上选择差异化竞争。世界上的前两大龙头，山崎面包和宾堡集团无一例外的拥有极强的供应链能力，销地建厂，自建物流体系，不断巩固住自己在行业里的地位。

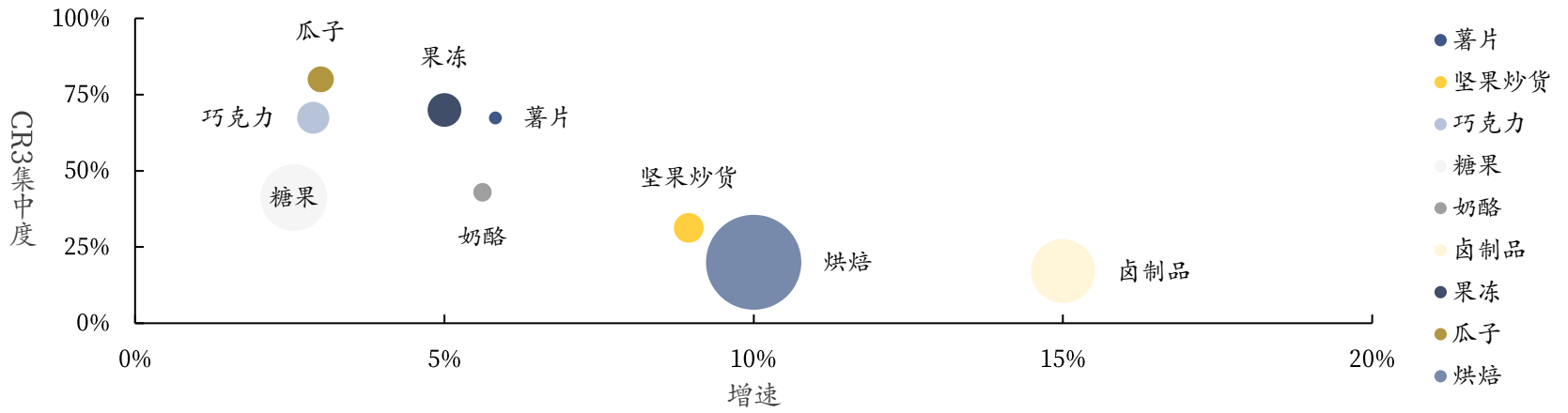
- **桃李面包积极扩产，效率优化已经初见端倪**

  目前桃李面包依然处于积极的产能扩长期，伴随着产能进一步在华东、华南的释放，可以有效减少跨区域调货。而终端门店结构趋于稳定，平均单店营收开始向上增长，将带动每一条配送线路的使用效率逐步提升，进一步摊薄配送的成本，从而实现费用率水平的下降，进入到利润快速增长的阶段。

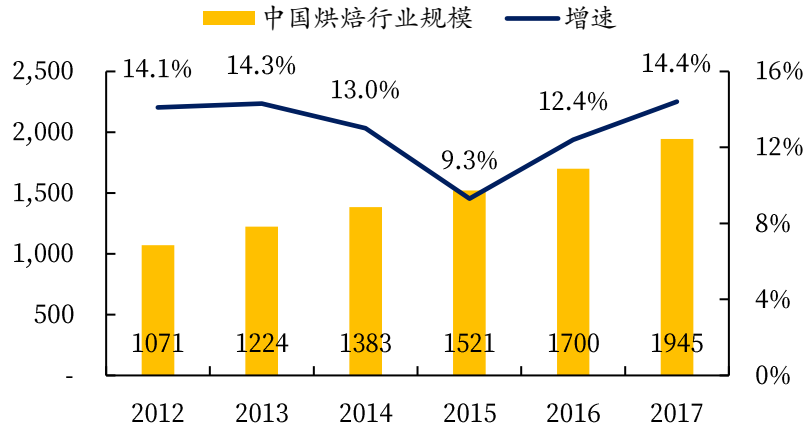
# 01 庞杂的烘焙行业中，短保正在快速兴起

# 烘焙行业行业规模大、增速中等、细分品类多

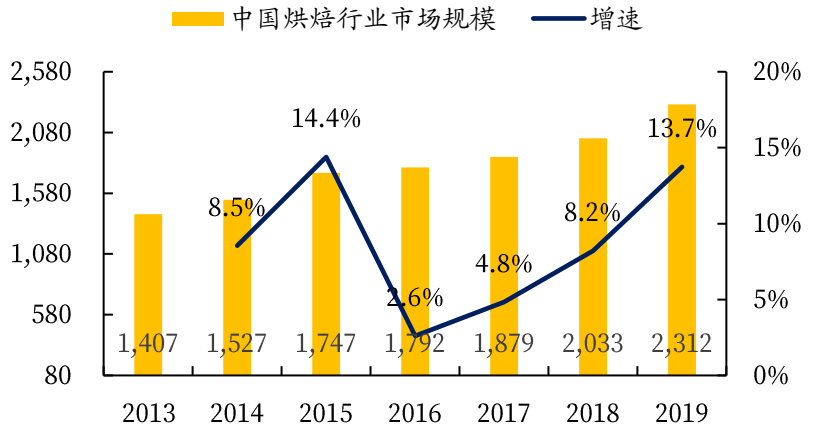
## 休息零食各品类规模、集中度、增速




## 亿欧：烘焙行业规模及增速 亿元



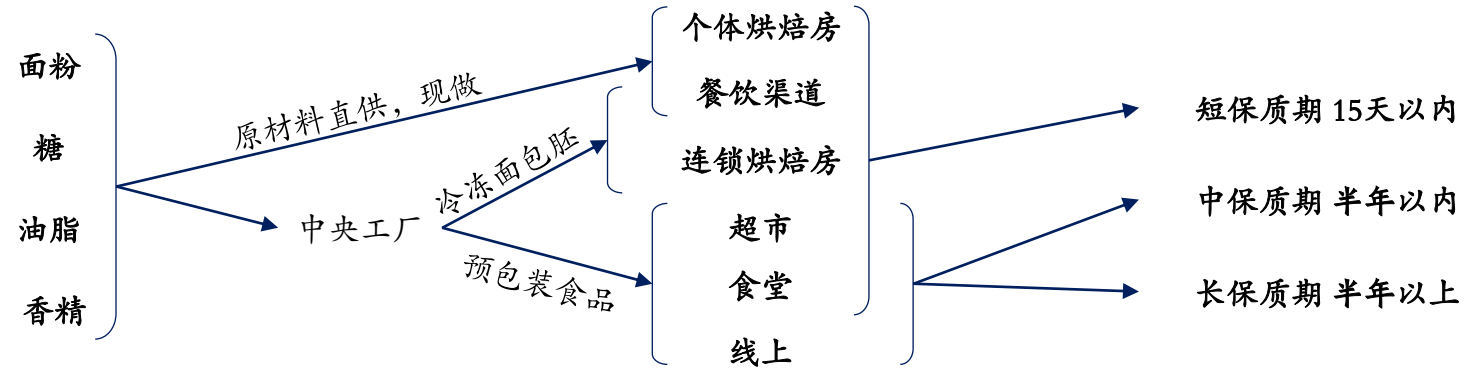

## 中国产业研究院：烘焙行业规模及增速 亿元



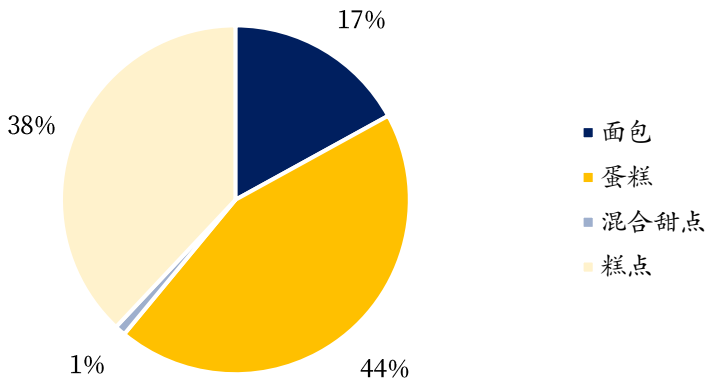

数据来源：亿欧、中国产业研究院、Statista、Frost & Sullivan、Euromonitor

# 面包占烘焙整体约20%，短保类产品迅速崛起

## 不同产品类型、保质期、销售渠道的对应关系




## 烘焙行业具体细分品类的占比



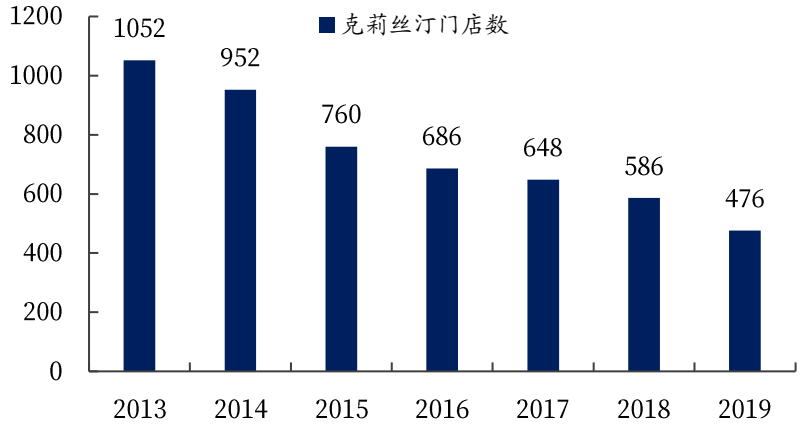

烘焙行业的具体细分品类多，销售的渠道也非常复杂，整体的行业规模大约在2000亿人民币左右，虽然不同口径下的行业增速有出入，大体上仍有大约10%左右的增长。具体而言，如果从生产端进行区分，可以分为当场现做、中央工厂生产冷冻面胚再现场现做、工厂生产常温预包装的3种。通常，现做的产品大多为短保质期的；预包装的产品则由于以前物流体系跟不上、产能建设不够广，所以大多以中长保质期为主，但近年来短保质期的预报装面包在快速发展。



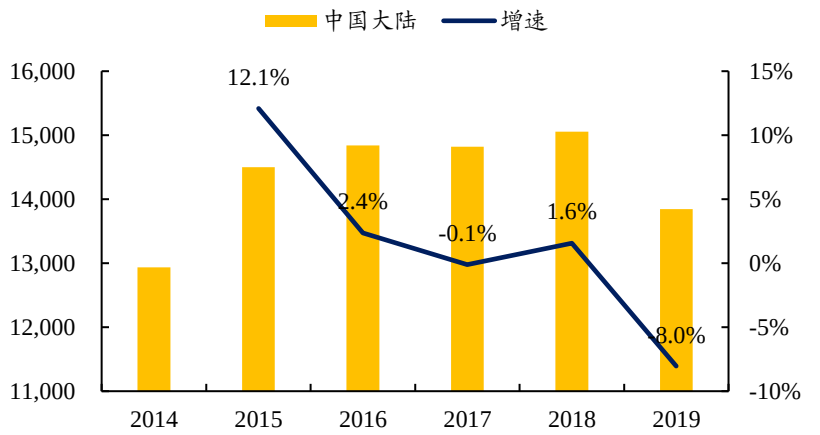
数据来源：产业研究网

# 现做门店的业态经历快速发展后目前呈现出扩张乏力的态势

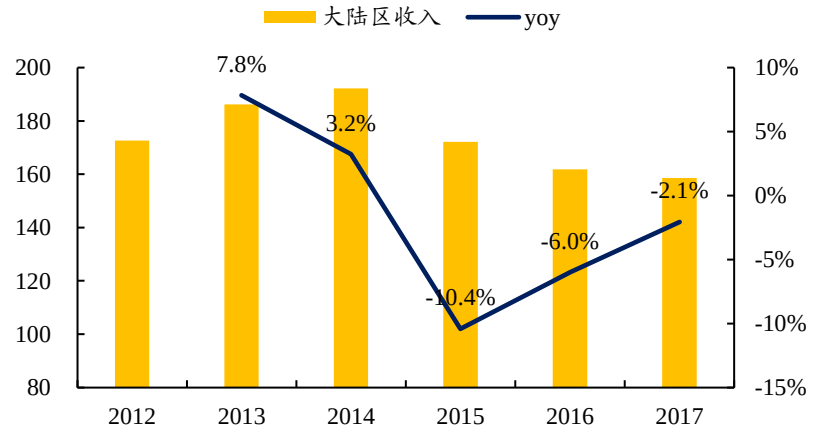
## 克里斯汀门店数量




## 85度C中国大陆区收入及增速（百万新台币）




## 面包新语中国大陆区域收入及增速（百万美元）




生产工艺上，连锁现做面包房的许多原材料是由中央工厂加工成冷冻面包胚，通过冷链送至门店，门店再按需当场加工出售。虽然产品是极短保质期的，但中间加入了冷链环节，门店也有库存作为缓冲，实际上对于供应链的要求并不高。目前，几个开拓大陆市场相对较早的品牌均呈现出扩张乏力的情况，同时面临着预包装类产品和茶饮品牌的跨界竞争。为了优化单店模型，现在许多现做品牌在店内增加堂食面积，增加交叉销售，打造出“第三消费空间”，以此获得更高的产品溢价，以会员体系更大程度地挖掘消费者价值。

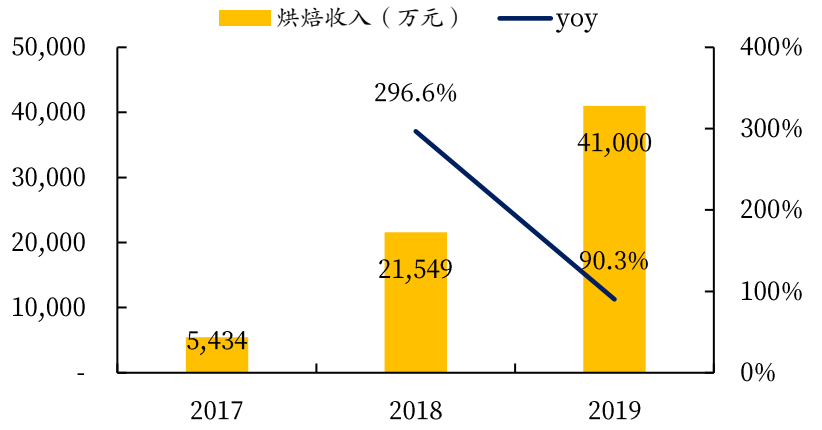
数据来源：公司年报

# 中保产品在近年来快速爆发，推动烘焙类产品的消费者教育

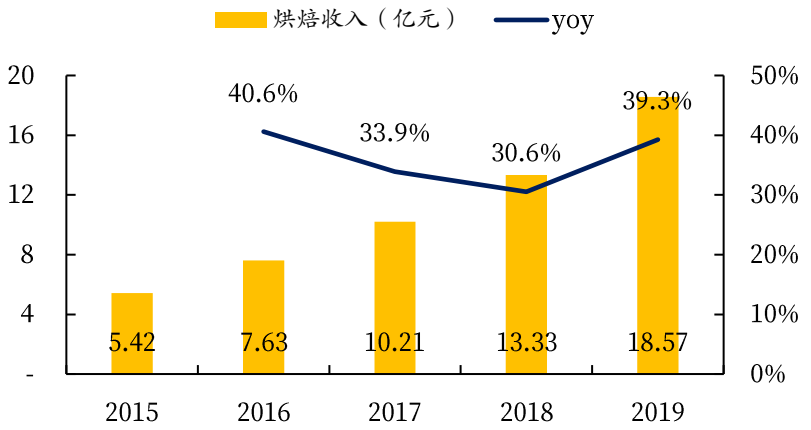
**阿里线上各休闲零食品类规模及增速 生意参谋口径**

| 亿元 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019前11月 |
|---|---|---|---|---|
| 休闲零食整体 | 426 | 476 | 546 | 578 |
| yoy | | 11.6% | 14.7% | 18.3% |
| 其中：坚果 | 101 | 104 | 103 | 103 |
| yoy | | 2.5% | -0.1% | 13.9% |
| 其中：肉制品 | 51 | 59 | 67 | 73 |
| yoy | | 16.2% | 14.3% | 20.4% |
| 其中：饼干膨化 | 56 | 68 | 90 | 99 |
| yoy | | 20.6% | 31.6% | 24.9% |
| 其中：糕点点心 | 72 | 85 | 105 | 118 |
| yoy | | 18.0% | 24.5% | 22.4% |

**盐津铺子烘焙收入规模及增速**




**良品铺子烘焙收入规模及增速**



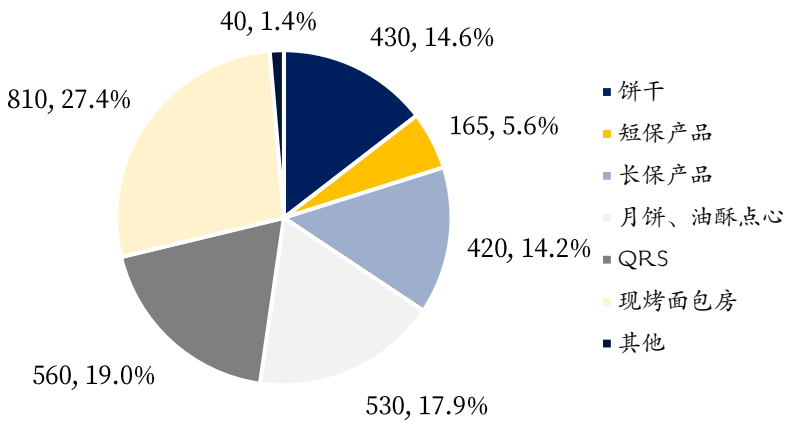

虽然缺乏详细的统计数据，但从线上线下的一些片面数据中也可以看出，过去几年中保类的烘焙产品在快速增长。阿里的烘焙类目已经达到100多亿的体量规模，并仍然保持着20%的增速。线下的良品铺子、盐津铺子等，其烘焙类目也都保持在较高的增速水平上。在线下调研中，经销商反馈，许多地方特别是下沉市场上，短保类烘焙产品还未能广泛的铺设到位，但一些已经有短保产品上架的超市，可以看到较为明显的对中长保产品的替代作用。

Horizon Insights 弘 则 研 究

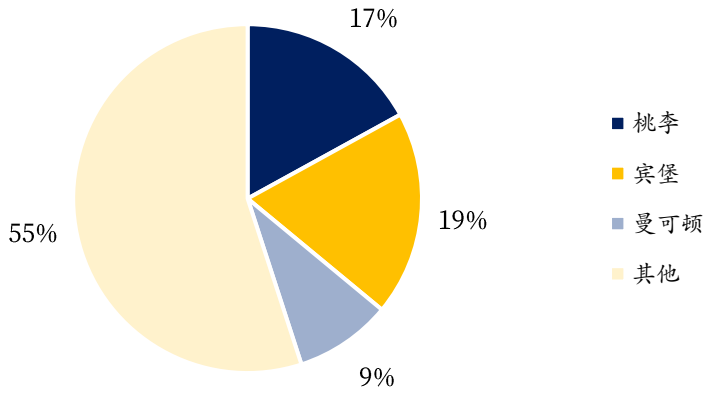
数据来源：生意参谋、公司年报

# 目前看短保是长保体量的1/3，北上广短保CR3集中度约45%

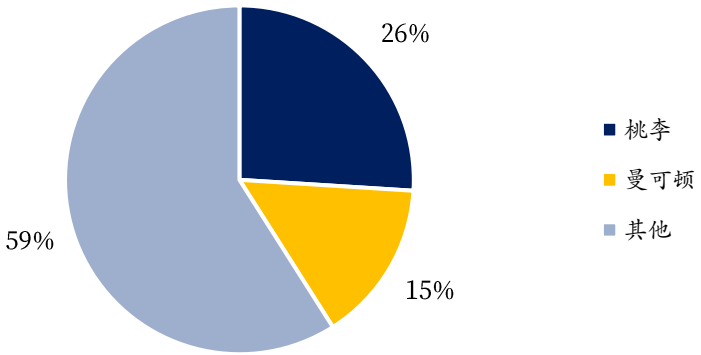
烘焙类目细分 短保仅为长保的1/3 单位：亿元



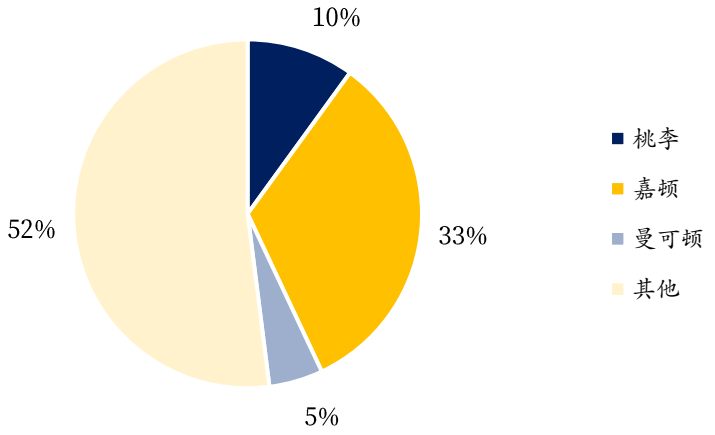

北京短保市场规模约18亿元，桃李占17%




上海短保市场约4亿元，桃李占26%




广州短保市场约4亿元，桃李占10%




Horizon Insights 弘 则 研 究

数据来源：Yubo Chinese packaged food report (2017&2018)

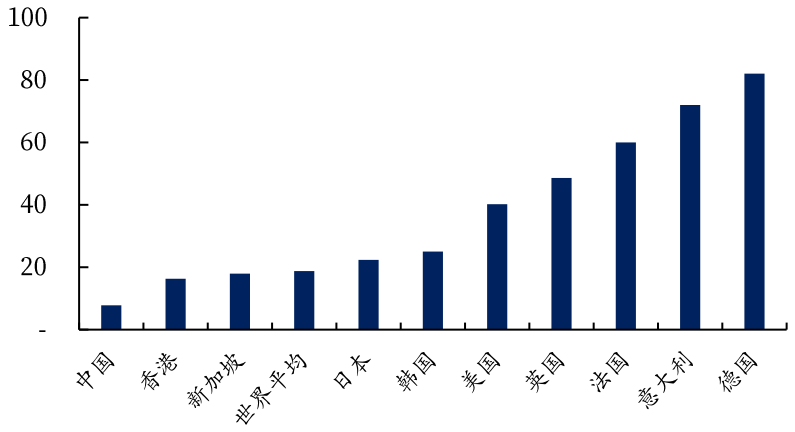
02

# 海外对比：短保对供应链的苛刻要求奠定行业龙头的竞争地位

# 现烤面包更符合欧美追求口感、以面包为三餐主食的消费需求

| 欧美各国烘焙市场概览 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 德国 | 意大利 | 法国 | 英国 |
| 年人均消费量 | 82 KG/人/年 | 72 KG/人/年 | 60 KG/人/年 | 48 KG/人/年 |
| 饼屋数量 | 2.2万 | 2.2万 | 11万 | 5千 |
| 零售网点数量 | 4.6-5万 | 11万 | - | - |
| 饼屋市占 | 65%-70% | >70% | 60-70% | 20% |
| 工厂市占 | 30%-35% | <30% | 30%-40% | 80% |
| 特点 | 产量占欧洲1/4<br>连锁饼屋在扩张 | 农业人口多<br>小零售为主的国 | 97%法国人在饼屋买新鲜面包，白面包占80% | 切片面包的市场份额很大，占65%。 |

**各国面包人均消费量**



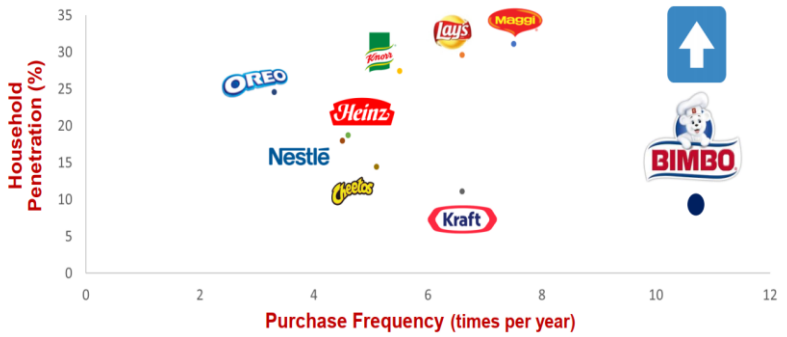

在全球范围中，欧洲国家的面包消费量遥遥领先。德国、意大利、法国民众的一日三餐的主食都是面包。极高的人均消费量和挑剔的主食需求，使得以口感、花样为特点的面包烘焙房在这三个国家拥有相当高的市场占有率。而在英国市场上，表征需求端的人均消费量较德意法明显下降，面包产品的花样也更加单一，切片吐司占到65%。在这样的需求端影响下，英国面包的供给端结构也随之改变，工厂生产的包装面包的占比迅速提升，达到85%。

Horizon Insights 弘 则 研 究

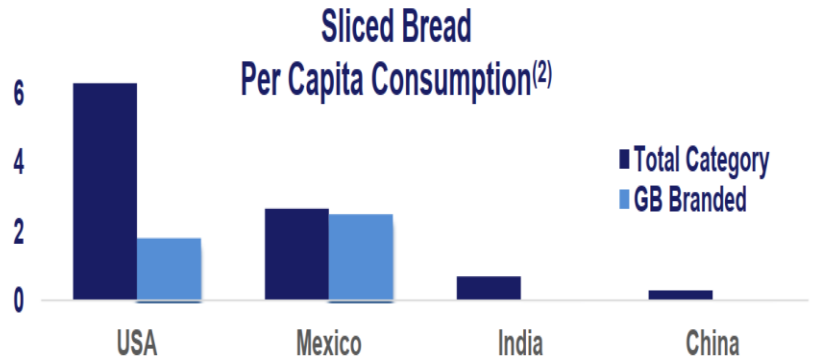
数据来源：互联网公开材料整理

# 销地建产、建物流体系是全球最大烘焙企业的根基

## 宾堡面包属于家庭高频消费




## 欺骗吐司的人均销量




## 面包属于超高频消费

1928 **创始人与好友合伙开设小面包房**

1945 **小面包房转变为集团企业。**宾堡集团成立之后，公司随即将原先现烤的产品改为包装化的面包，以寻求更为广阔的市场。38名工人、5两运输货车，成为了公司成立时对接墨西哥城夫妻老婆店的全部运力。

1955 规模快速扩张。10年间扩张到700名员工、140两运输车的规模。

1980 **公司在墨西哥证券交易所上市。**拥有3个子公司、12个生产基地以及1.5万名员工。

1984 进入美国市场，海外业务迅速增长。宾堡首先选择自建当地的供应链，进一步从美国向整个美洲的扩张。

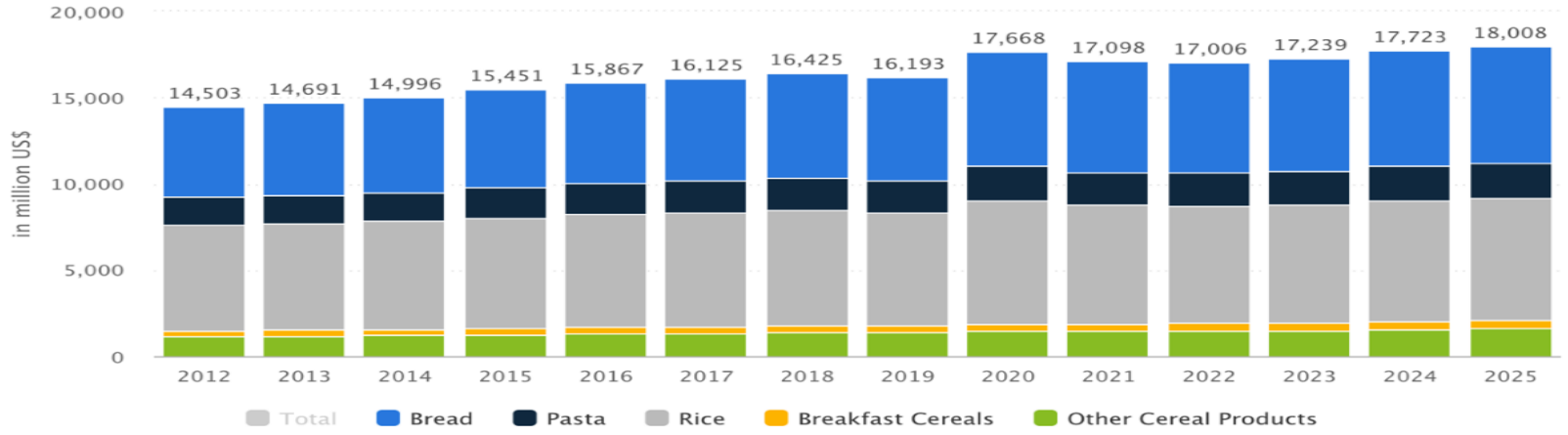
1997 **开启并购扩张时代。**随着新CEO丹尼尔·塞尔维奇的上任，宾堡的扩张思路也随之发生了改变，开启了并购扩张。在之后的20年中，宾堡以几乎每年2家的速度不断收购了全球40多家烘焙公司，将其规模迅速做大。

2018 宾堡收入达到150亿美元，净利润3亿美元，员工13万，旗下品牌超过100个。在22个国家拥有171家工厂，以**3.55万条配送线路**，覆盖270余万个销售网点。

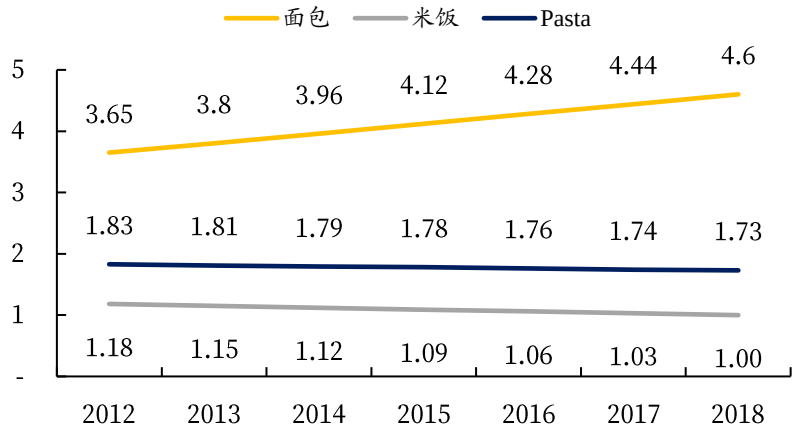
数据来源：宾堡集团投资者交流材料

# 人均消费20多KG的韩国面包市场依然保持增长，价格持续提升

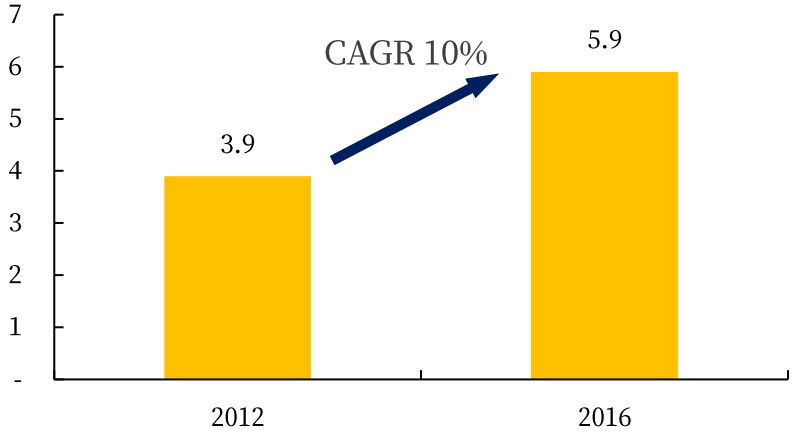
## 韩国主食市场规模




## 韩国主要主食价格变化



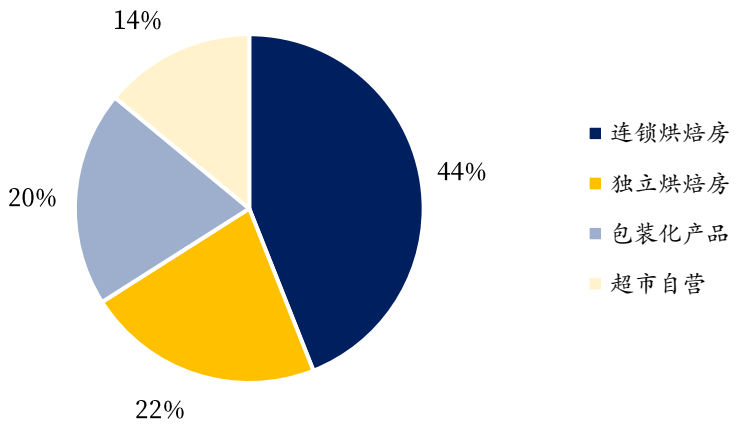

## 韩国面包市场规模（万亿韩元）



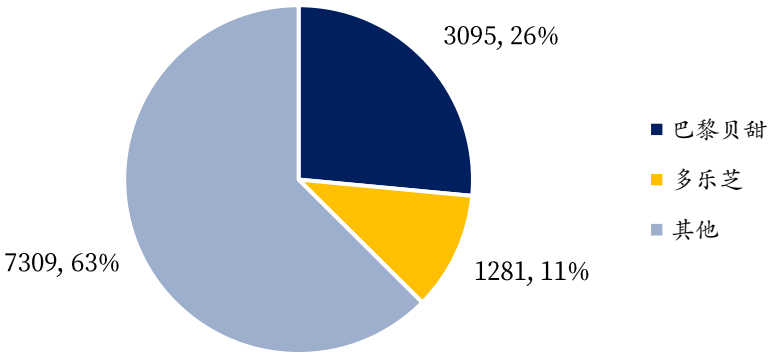

数据来源：Statista、韩国农业、粮食和农村事务部

# 韩国的业态中，大公司不断挤压独立烘焙房的生存空间，而且实现了混业经营

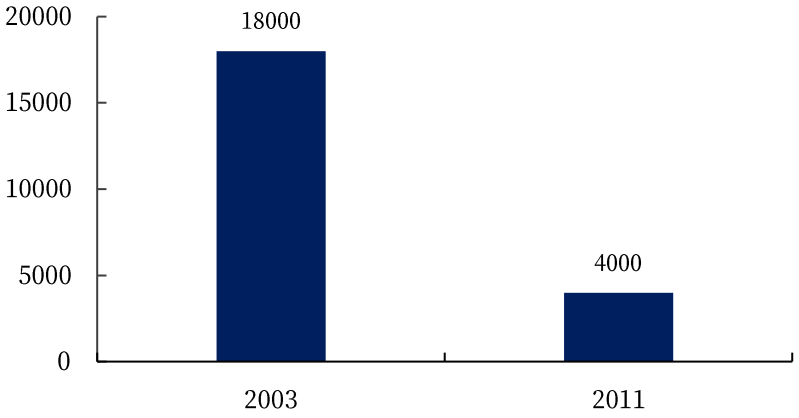
## 韩国烘焙市场渠道分布




## 韩国面包房品牌市占率（以门店数量计算）




## 韩国独立面包房数量变化




**为防止龙头公司垄断行业，韩国政府于2012年出台法案限制龙头的扩张。**该法案的背景是连锁烘焙房在快速挤压独立烘焙房的生存空间，独立烘焙房的数量从2003年的1.8万个，减少78%，变成了2011年的4000个左右。实际上，巴黎贝甜的集团公司SPC下的Samlip则是包装化烘焙产品的龙头。大致估算的话，SPC集团在整个烘焙大类的市占率与山崎面包在日本基本类似。为了给市场引入更好的竞争机制，韩国政府曾经在2012年底出台新的法规，要求连锁烘焙企业新开门店之间不能低于最低距离要求。



数据来源：A Snapshot of the Bakery Industry, National Tax Service (2011)、Korea Federation of Small & Medium Business

# 日本烘焙市场的发展历程

**江户时代，1543年**

伴随着葡萄牙人的枪炮，“面包”从长崎进入了日本

但江户时代的“锁国令”使得面包的发展又沉寂了一段时间

**明治时代，1842年4月12日**

德川幕府考虑煮米饭生烟容易被敌军发现，

随即令江川太郎左卫门（在日本被称为面包之父）制作方便保存、携带的军粮面包，

后来把每月的12号定为面包日，以纪念江川太郎左卫门

**大正时代，1912年-1926年**

一战期间，日本的面包制作工艺充分吸收了德国和美国的经验，出现了高糖高油的面包

**二战后**

日本出现粮食危机，大米匮乏的同时，美国给日本送来了小麦粉

日本政府决定在学校的配餐中使用面包、食用面包棒，由此影响了日本一代人的饮食

**1954年**，法国面包大师雷蒙卡尔维来到日本，开办法国面包的知识普及会

**1966年**，都恩克南青山店开业 法式面包风潮兴起

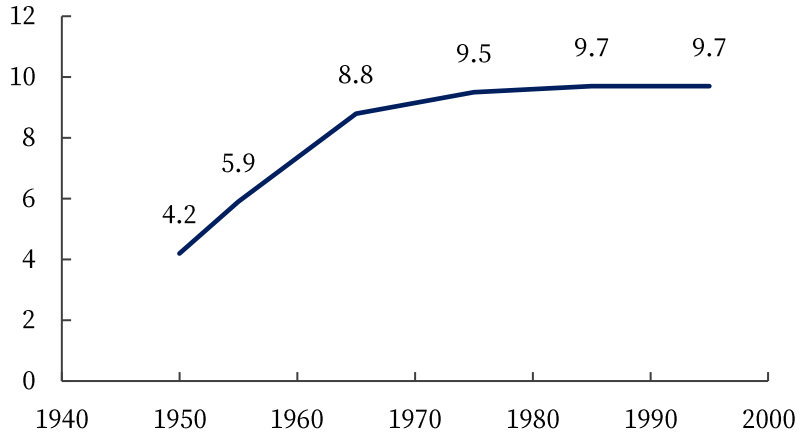
**1970年**，面包铺和面包工厂的数量激增



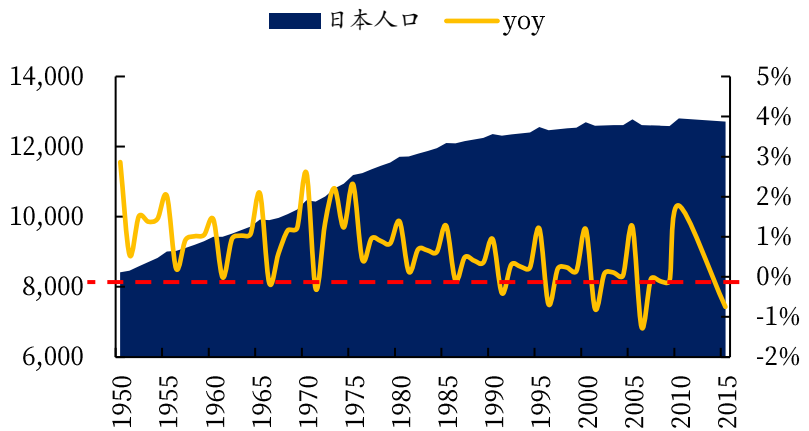
材料来源：互联网公开材料整理

# 日本行业扩容最快的阶段是人均消费量提升的阶段

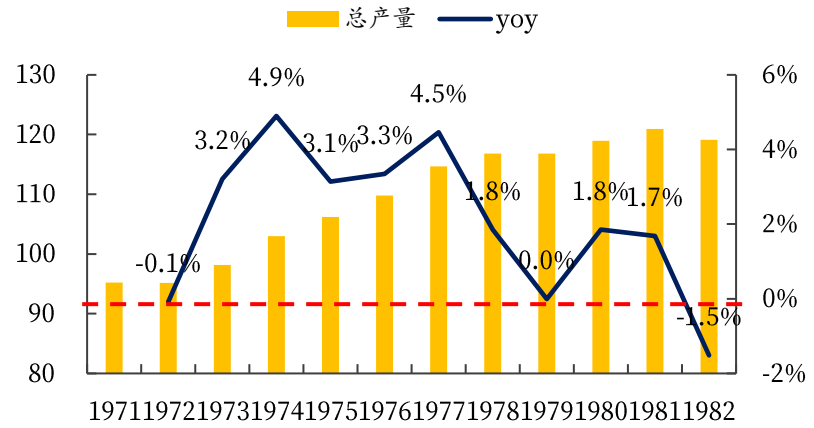
日本人均消费量 KG/人/年




日本人口及增速 万人




日本用于生产面包的面粉用量和增速 万吨




**在学校引入面包，推动70年代前快速增长。**得益于日本政府在学校配餐中加入面包的配给，日本人均面包消费量在1970年之前快速提升。70年之后，人均消费量趋于稳定，同时日本人口红利基本结束，人口增长回落到低个位数的区间。故而，整个面包行业的产量自70年代起，增速迅速下降到低个位数的阶段。

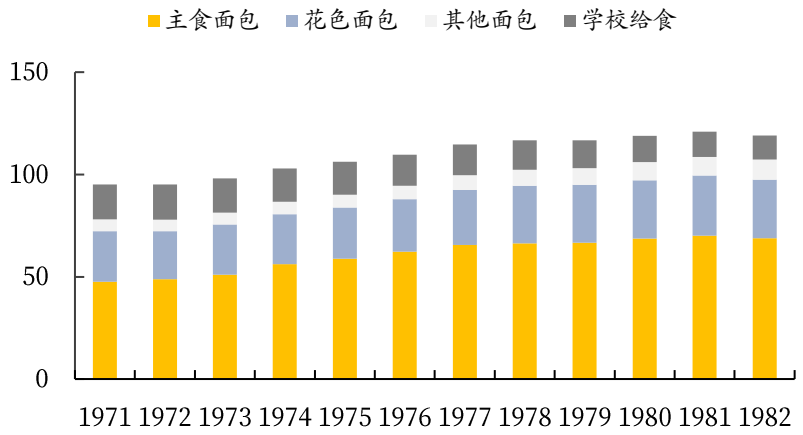
**冷冻面包胚占比约6-7%。**2007-2010年的数据显示，用于生产面包的面粉总用量较1982年的水平并没有特别大幅度的变化，2011年用掉了121万吨，其中6.2%用于了速冻面包胚的生产。

Horizon Insights 弘 则 研 究

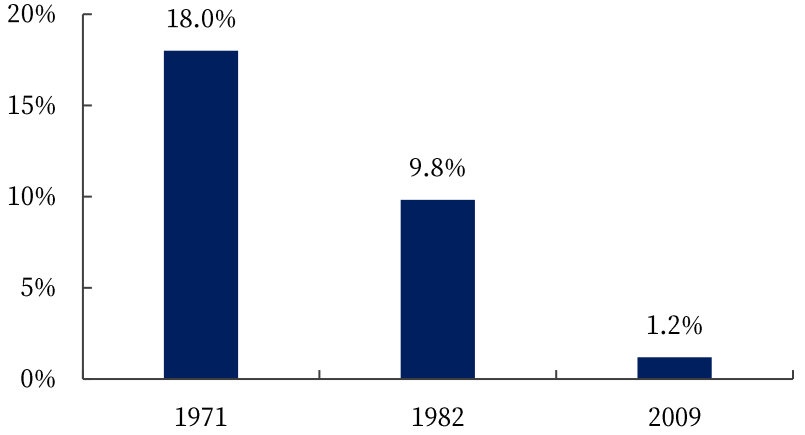
注：日本的人均消费量实际为生产口径，即为人均消耗的用于生产面包的面粉量，消耗的面粉与成品面包的重量比例约为1:1.7。数据来源：日本总务省统计局、日本粮食厅加工食品科、wind

# 学校市场的教育为日本烘焙行业奠定基础，具有传承性

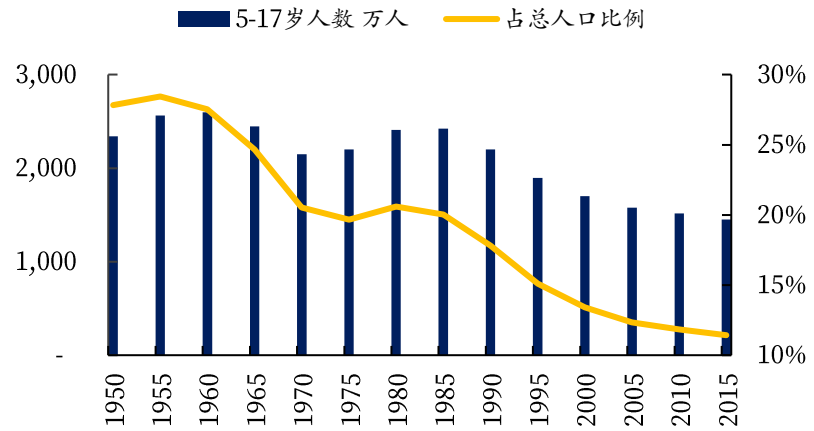
## 各类面包的占比




## 学校给食在烘焙行业中的占比




## 日本学生人口数量和占比




**1970年开始，学生人口下降，学校配餐的面包占比也一同下降。**观察生产不同面包的面粉用量，1971年时用于学校配餐的“学校给食”占比约为18%，而在之后的10年中这一占比不断降低，到了2009年这一占比降至了1.2%。

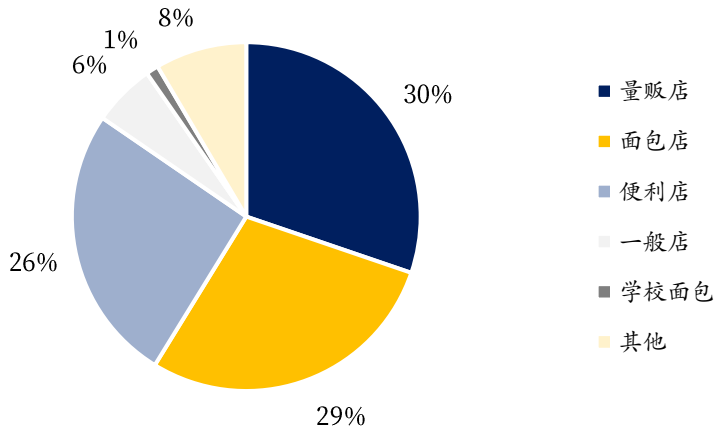
**由于人口代际的传承性，学校渠道下降并未导致烘焙总盘的下降。**虽然学生人口、学校渠道的占比在不断下降，但是人均消费量并没有下降，这意味着从学校毕业之后的学生依然保持着使用面包类产品的习惯，并且还在继续影响着下一代人的饮食习惯。

Horizon Insights 弘 则 研 究

数据来源：日本粮食厅加工食品科

# 包装面包的主力销售渠道是大超市和便利

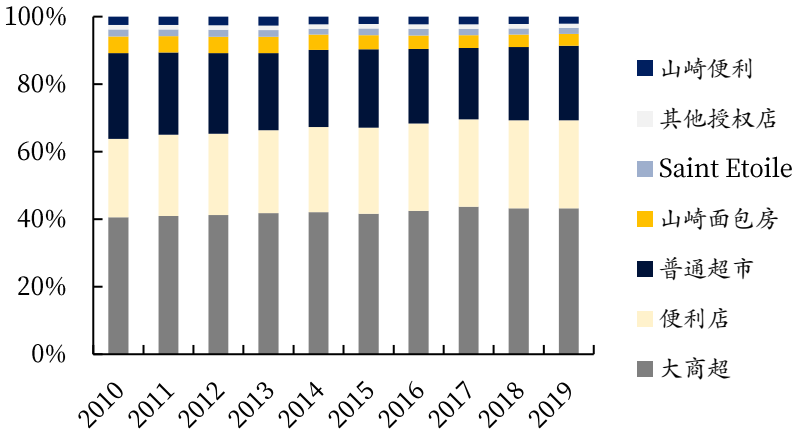
## 日本烘焙市场渠道分布




## 蛋糕购买渠道分布

| | 蛋糕店 | 百货 | 便利店 | 咖啡店 | 超市 | 面包店 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2005 | 81.9 | 58.6 | 34.3 | 23.8 | 19.0 | 15.2 |
| 2006 | 76.3 | 70.1 | 39.1 | 17.5 | 12.4 | 11.3 |
| 2007 | 78.3 | 77.4 | 35.8 | 18.9 | 14.2 | 18.9 |
| 2008 | 86.7 | 60.8 | 30.0 | 14.2 | 15.0 | 14.2 |
| 2009 | 76.2 | 70.6 | 37.3 | 15.1 | 20.6 | 8.7 |
| 平均 | 79.9 | 67.5 | 35.3 | 17.9 | 12.6 | 13.7 |

## 日本学生人口数量和占比




**大超市和便利店以包装烘焙产品为主，面包店则是蛋糕消费的主要渠道。**大商超由于厂家直送到店，减少了进一步仓储周转的环节，使得产品价格具有性价比。但大商超因为对店内面积要求，使得开店密度无法做到很高，而便利店布局灵活、密集，给消费者的购买行为提供了便利，与大超市相辅，成为了日本渠道结构中相互补充的两种形态。日本包装烘焙龙头山崎面包的渠道结构与行业的渠道结构近似。山崎在大商超的出货额占比其总销售额的比例最高，达到43%，便利店次之26%，合计近70%。

数据来源：矢野经济研究所推算、《首都圈女性消费洋菓子的嗜好・意识调查・2005-2009》

# 在日本，零售型的门店是被挤压得最严重的的部分

**零售型和现烤型门店单店模型**

| | 面积 | 人数 | 日销售额 | 年销售额 | 年均人效 | 年均坪效 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 生产小卖业 | 40 | 7.6 | 9.6 万日元<br>6274 RMB | 3505 万日元<br>229 万 RMB | 461 万日元/人<br>30万 RMB/人 | 88 万日元/㎡<br>5.7 万 RMB/㎡ |
| 非生产小卖业 | 38 | 3.6 | 6.2 万日元<br>4052 RMB | 2258 万日元<br>148 万 RMB | 627 万日元/人<br>41 万 RMB/人 | 59万日元/㎡<br>3.9万 RMB/㎡ |

**日本生产小卖业店数变化**

| | 家数（生产） | 从业人员（人） | 年销售额（百万日元） | 一家店营业额（万日元） | 店员人数 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1991 | 11,055 | 62,475 | 28,731 | 3,878 | 5.7 |
| 1994 | 11,432 | 78,946 | 71,659 | 4,125 | 6.9 |
| 1997 | 12,591 | 90,085 | 527,204 | 4,187 | 7.2 |
| 2002 | 11,744 | 91,091 | 422,237 | 3,595 | 7.8 |
| 2007 | 11,334 | 86,304 | 397,204 | 3,505 | 7.6 |

**日本非生产小卖业店数变化**

| | 家数（生产） | 从业人员（人） | 年销售额（百万日元） | 一家店营业额（万日元） | 店员人数 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1991 | 12,896 | 33,864 | 329,845 | 2,558 | 2.6 |
| 1994 | 9,518 | 29,163 | 271,143 | 2,849 | 3.1 |
| 1997 | 6,771 | 21,769 | 196,278 | 2,899 | 3.2 |
| 2002 | 4,037 | 13,909 | 87,454 | 2,166 | 3.4 |
| 2007 | 3,125 | 11,252 | 70,570 | 2,258 | 3.6 |

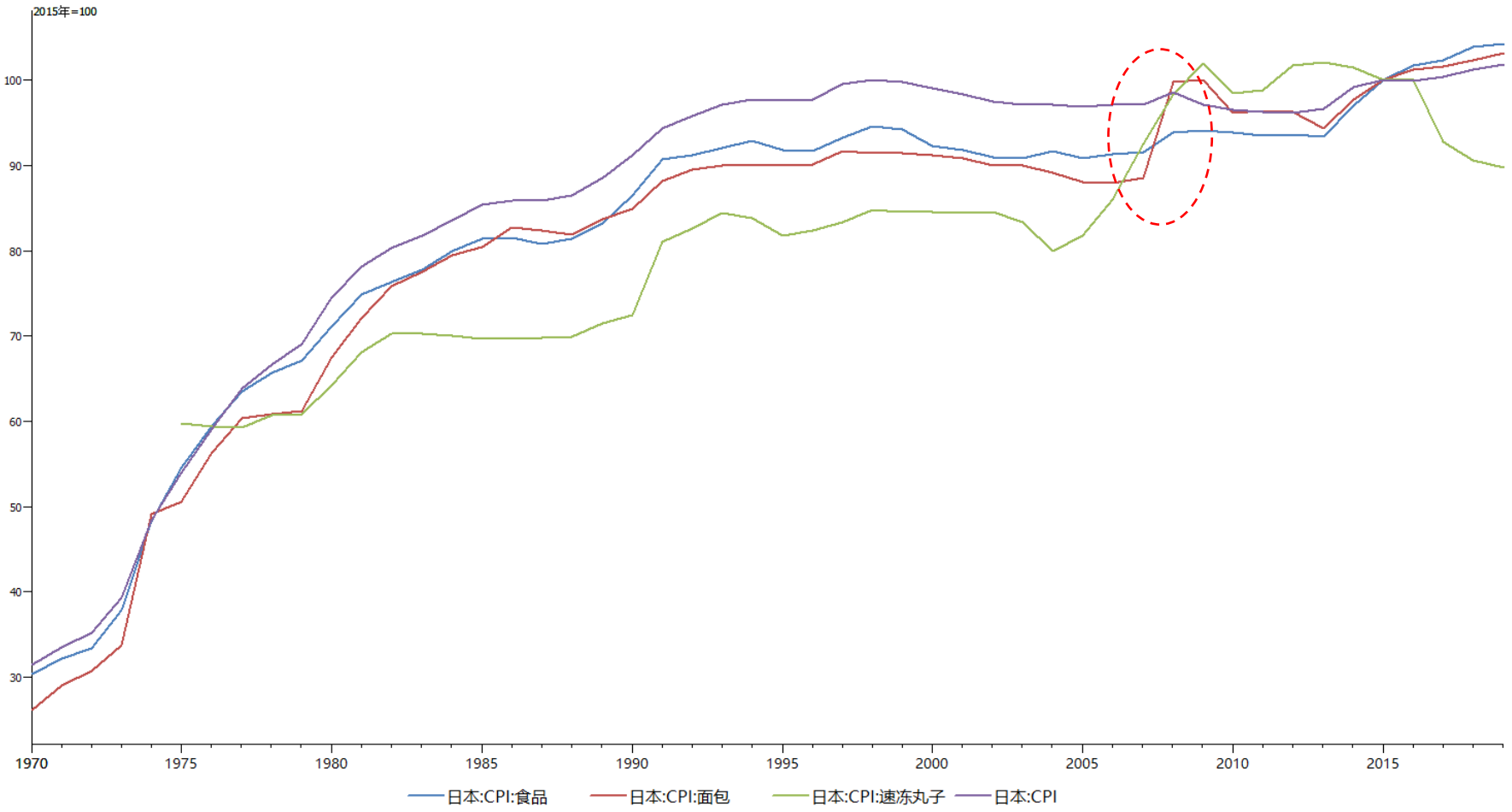
**非现做型的面包房被包装烘焙产品挤出市场。**在日本的线下业态中，将面包店按照是否在店内烘烤分为了两种，也就是上方两个表分别描述的“生产小卖业”指在店内烘烤制作的，和“非生产小卖业”即不在店内烘烤制作的。

从1991年到2007年，在日本便利店渠道迅速扩张的过程中，店内烘烤型的面包店数量并没有减少，而且店内的从业人员不降反增。真正被挤压出市场的是非店内烘烤型的。

数据来源：2007年商业统计表

# 日本烘焙行业的价格竞争并不明显

日本食品、面包、速冻丸子CPI变化




Horizon Insights 弘 则 研 究

数据来源：wind

# 山崎面包独占第一，龙头公司选择在产品上差异化竞争

**日本烘焙行业各品牌市占率**

| 公司名 | 生产占有率 | 面包营业额（亿日元） | 面包占公司营业额比例 | 年营业额（亿日元） |
|---|---|---|---|---|
| 山崎面包 | 29.0% | 3809 | 61.9% | 6151 |
| 敷岛面包 | 9.1% | 1198 | 76.6% | 1564 |
| 富士面包 | 8.1% | 1069 | 91.5% | 1168 |
| 神户屋 | 3.5% | 455 | 72.3% | 629 |
| 第一屋 | 1.5% | 200 | 81.0% | 247 |
| 东客 | 2.3% | 299 | 94.3% | 317 |
| Ryoyu | 2.2% | 288 | 63.8% | 452 |
| 木村屋 | 0.7% | 95 | 85.6% | 111 |
| Oisis | 1.5% | 200 | 72.0% | 278 |
| 日粮面包 | 0.8% | 107 | 61.3% | 175 |
| Pompadour | 1.1% | 144 | 94.7% | 152 |
| SaintGermain | 0.8% | 105 | 82.9% | 127 |
| 合计 | 60.6% | 7969 | 数据来源：经济产业生省工业统计 | |
| 反推市场规模 | | 13150 | | |

**日本生产小卖业店数变化**

| | 山崎 | 敷岛 | 东客面包 |
|---|---|---|---|
| 甜面包 | 70.3% | 45.4% | |
| 吐司 | 23.0% | 42.5% | |
| 调理面包 | 6.7% | 4.4% | |
| 冷冻面团 | | 7.7% | |
| 丹麦面包及欧式甜面包 | | | 36.0% |
| 甜面包 | | | 18.6% |
| 法国面包 | | | 12.3% |
| 餐包 | | | 6.9% |
| 吐司 | | | 12.8% |
| 调理面包 | | | 4.3% |
| 蔬菜面包 | | | 9.2% |

**龙头公司错位竞争，SKU侧重不同。**具体细看，龙头公司在产品上的侧重是不同的。山崎公司甜面包的占比较高，敷岛的吐司占比达到4成，而东客面包则侧重于欧式面包。龙头之间在产品上的差异化竞争，也使得行业可以一定程度上避免直接的价格战。感性的看，便利店的一些自营品牌，其产品更偏向于小众一些的蛋糕、糕点品类，与大厂偏向于基础款的面包也形成了差异化。

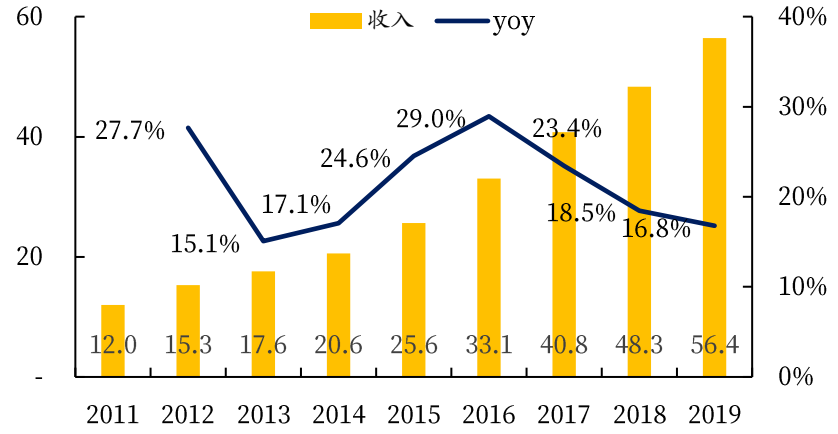


数据来源：经济产业生省工业统计

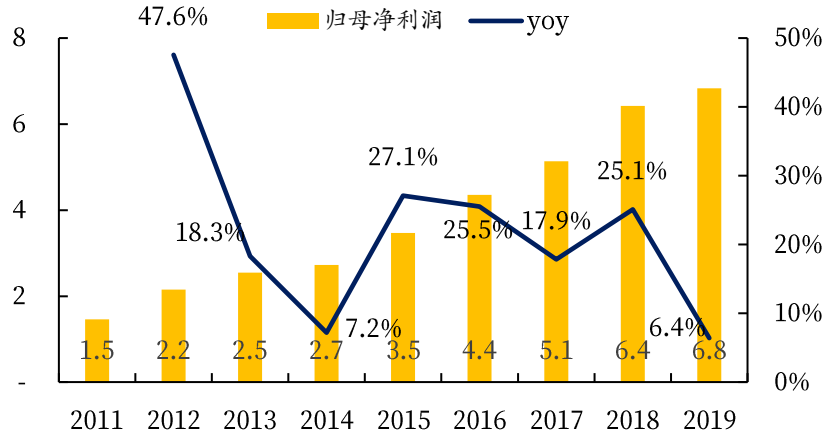
# 03 桃李面包积极扩产，效率优化初见端倪

# 桃李面包收入长期保持两位数增长，利润端偶有波动

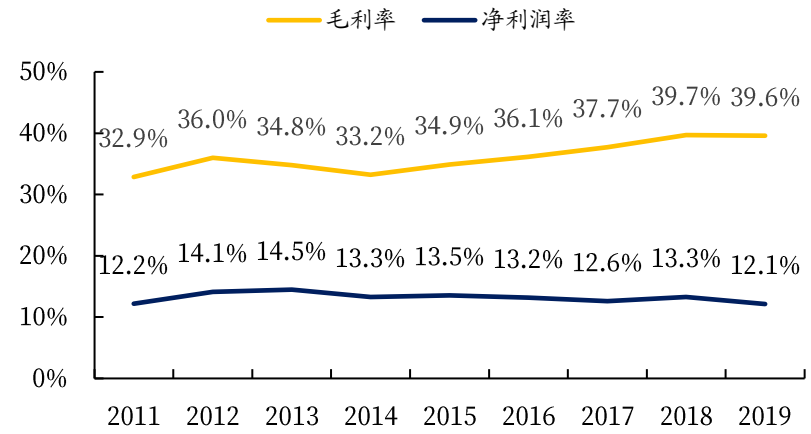
**桃李面包收入及增速**




**桃李面包归母净利润及增速**




**桃李面包毛利率、净利润率**

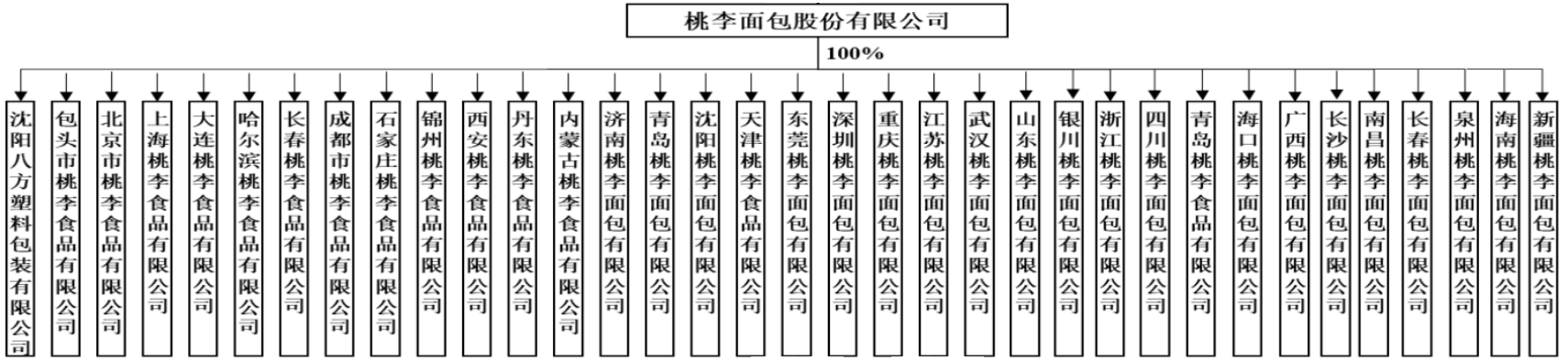



桃李面包创立于东北，上市后不断尝试向华东、华南、西南等区域扩张。受益于异地扩张与东北市场二度下沉的双重影响，桃李面包收入端长期保持在两位数的增长上。在新投产工厂的产能利用率不断攀升的过程中，公司毛利率持续提升，但由于前期扩张中，区域常出现产能不够、大范围调货的情况，配送费用率不断上行，导致利润率水平略有下降。净利润趋势上持续保持增长，在2014、2019年增速有所阶段性放缓。

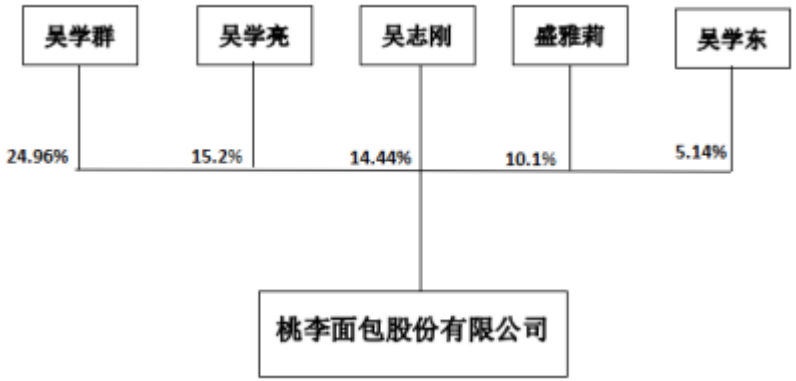
数据来源：公司公告

# 桃李面包的公司治理结构

## 日本食品、面包、速冻丸子CPI变化



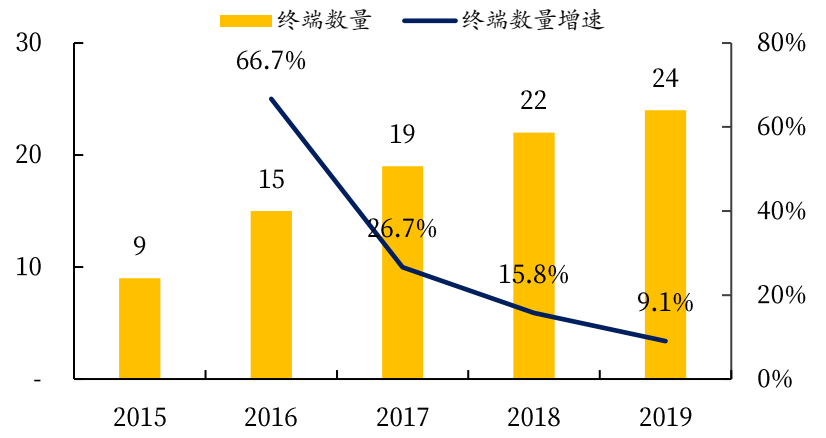

## 桃李面包毛利率、净利润率



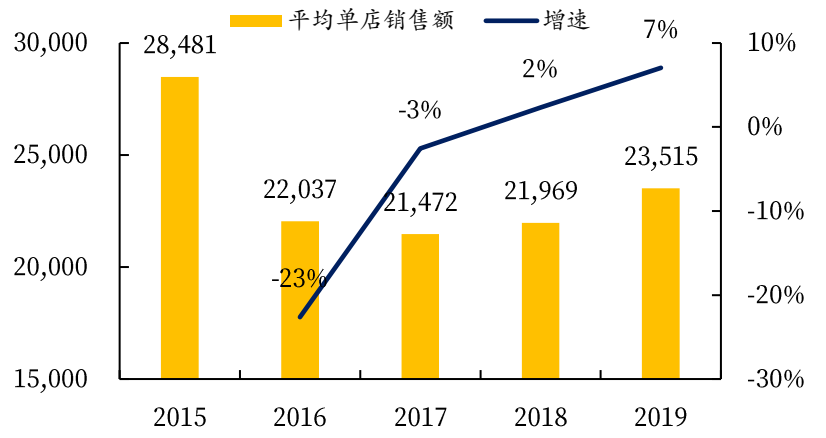

桃李面包为典型的家族企业，家族成员控制了公司近7成的股份。其中吴学群、吴学亮和吴学东为兄弟关系，吴志刚和盛雅莉是三人的父母。桃李面包品牌创立于1997年，2000年规模首次破亿。早年间，父母与兄弟三人一同在全国各地设立子公司，后全部整合，于2015年成功上市。上市后公司分别于2017年进一步非公开发行A股募资扩产，于2019年发行可转债募资扩产。目前已经实现在全国主要省份均有销售收入，在短保烘焙领域的全国化产能建设上也一直位列行业第一。

# 销售终端的结构开始出现企稳、优化提升的迹象

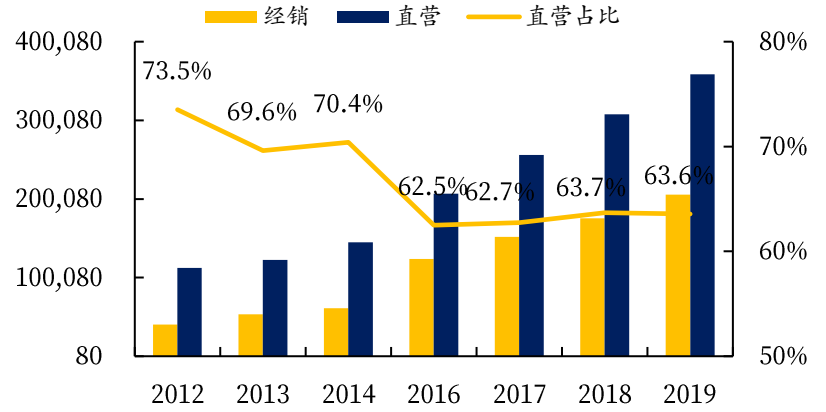
## 桃李面包覆盖的终端数量




## 平均单店进货额




## 直营和经销的比例

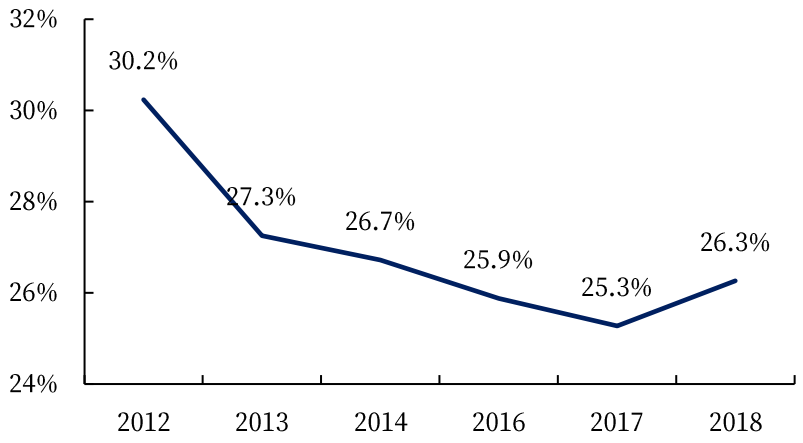



**平均单店销售额止跌回升。**用公司每年的销售额除以公司年报中披露的终端数量，可以模拟出公司已覆盖终端的“平均单店销售额”，这一概念类似于“同店”，但由于存在大、小不同体量的终端，所以在终端结构没有稳定时，二者并不可以完全等同。公司在2016、2017年快速扩张，覆盖到了更多终端，经销业务的占比也在同时扩张，这背后是公司覆盖到了更多小终端的结果。小终端的平均销售额往往远低于大KA，受到单个消费者购买行为的影响也比较大，对预估门店每日的销售额提出了更高的挑战。但在此期间，公司依然控制住了退换货率，体现出了优秀的线下运营能力。

数据来源：公司公告

# 桃李面包大客户的单店进货额也在显著提升

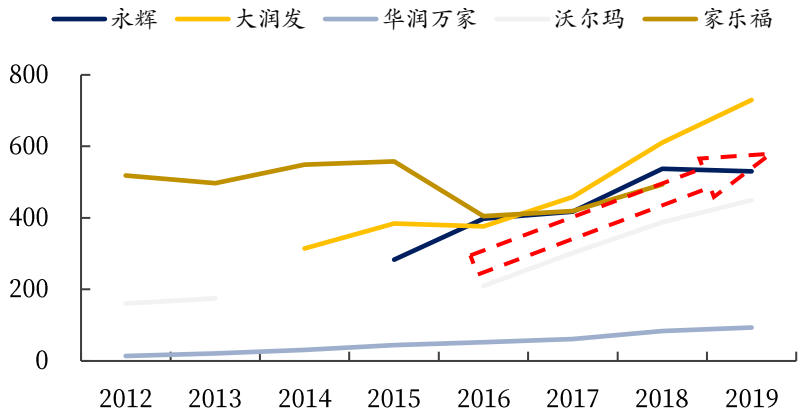
**KA的占比**




**几个大KA的门店数量**

| 门店数量 | 永辉 | 大润发 | 华润万家 | 沃尔玛 | 家乐福 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2012 | 249 | 219 | 4423 | 394 | 219 |
| 2013 | 288 | 264 | 4637 | 407 | 236 |
| 2014 | 337 | 304 | 4127 | 411 | 237 |
| 2015 | 392 | 335 | 3397 | 432 | 234 |
| 2016 | 455 | 368 | 3224 | 439 | 319 |
| 2017 | 583 | 384 | 3162 | 441 | 321 |
| 2018 | 711 | 406 | 3192 | 441 | 302 |
| 2019 | 910 | 486 | 3234 | 442 | 233 |

**几个大KA客户的平均单店销售额（元/每日）**



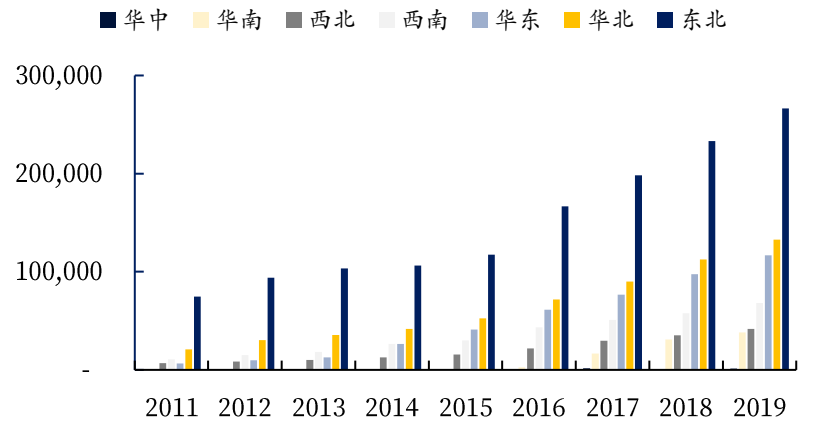

**平均单店销售额止跌回升。**用公司每年的销售额除以公司年报中披露的终端数量，可以模拟出公司已覆盖终端的“平均单店销售额”这一概念类似于“同店”，但由于存在大、小不同体量的终端，所以在终端结构没有稳定时，二者并不可以完全等同。公司在2016、2017年快速扩张覆盖到的终端的数量，经销业务的占比同时扩张，背后是公司覆盖到了更多小终端。小终端的平均销售额往往远低于大KA，受到单个消费者购买行为的营销较大，对预估门店每日的销售额踢出更高的挑战。但在公司门店结构调整的过程中，公司依然控制住了退换货率，体现出优秀的运营能力。

Horizon Insights 弘 则 研 究

数据来源：公司公告

# 与东北相比，华东市场仍有较大提升空间，华南市场相对薄弱

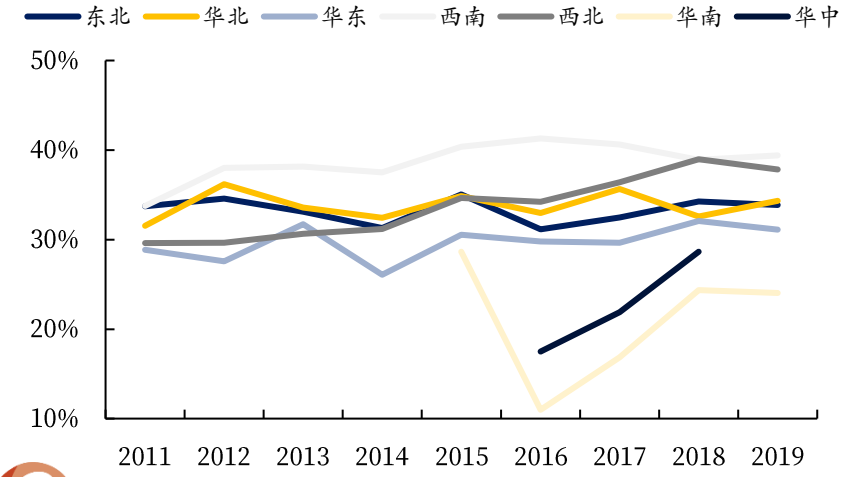
## 各区域销售规模




## 几个重点省份的终端数量

| | 终端数量 | 常住人口 | 每个终端服务的人口数量 |
|---|---|---|---|
| 江苏 | 9,400 | 8,070 | 8,585 |
| 上海 | 4,300 | 2,428 | 5,647 |
| 浙江 | 2,500 | 5,850 | 23,400 |
| 安徽 | 2,000 | 6,365 | 31,825 |
| 四川 | 18,000 | 10,070 | 5,594 |
| 山东 | 23,000 | 8,375 | 3,641 |

## 各区域毛利率水平




在草根调研中，东北地区的经销商反馈桃李在沈阳等东北城市可以做到大范围的日度频率配送，甚至能在许多终端做到货架垄断的地步。19年在竞争对手品牌以买一赠一冲击东北市场时，桃李仅以多投入超市导购员、迅速上架低价新品的手段，便成功抵御住竞争对手的冲击。相比之下，华东和华南市场目前仍未达到东北市场的影响力，从覆盖到的终端密度上看，江苏、浙江、安徽等华东省份仍有很大的提升空间。而华南地区，受到当地品牌嘉顿和达利园的影响，目前产能建设和终端覆盖的进度都相对偏缓，华南的毛利率也是公司所有区域中最低的。

数据来源：公司公告

# 产能规划：更新东北、华北产能→布局中原→拓展华东

**上市时公司拥有7处租赁产能**

| 城市 | 面积 | 用途 |
|---|---|---|
| 沈阳 | 38,347 | 厂房、宿舍、食堂 |
| 长春 | 7,147 | 厂房、办公 |
| 石家庄 | 6,520 | 厂房、宿舍、食堂 |
| 上海 | 5,360 | 厂房 |
| 济南 | 16,134 | 厂房、宿舍 |
| 青岛 | 9,800 | 厂房、宿舍、食堂 |
| 东莞 | 11,069 | 厂房、宿舍、办公楼、食堂 |

**2017年非公开发行A股产能规划**

| 城市 | 项目 | 进度 |
|---|---|---|
| 武汉 | 新建产能2.55万吨 | 2019年一期完工 |
| 重庆 | 新建产能1.9万吨 | 2017年一期完工 |
| 西安 | 新建产能0.65万吨 | 募集资金转用于山东项目 |

**2015年上市募投产能规划**

| 城市 | 项目 | 进度 |
|---|---|---|
| 沈阳 | 搬迁2.1万吨面包产能<br>搬迁0.1万吨月饼产能<br>新建3.5万吨面包产能<br>新建0.3万吨月饼产能 | 后调整建设用地，工程进度26% |
| 北京 | 新建1.6万吨面包产能 | 后变更为天津产能项目。2018年投产 |
| 哈尔滨 | 搬迁0.6万吨面包产能<br>新建0.6万吨面包产能 | 2015年完工 |
| 石家庄 | 搬迁0.6万吨面包产能<br>新建0.3万吨面包产能 | 2016年完工 |

**2019年转债产能规划**

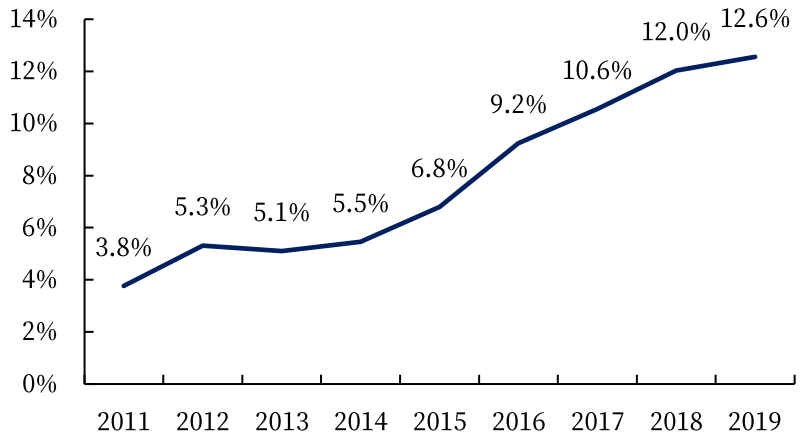
| 城市 | 项目 | 进度 |
|---|---|---|
| 江苏 | 新建2.2万吨 | 工程进度42% |
| 四川 | 新建2.5万吨 | 工程进度3% |
| 青岛 | 新建2.1万吨 | 工程进度1% |
| 浙江 | 新建4.3万吨，接替上海工厂 | 工程进度6% |



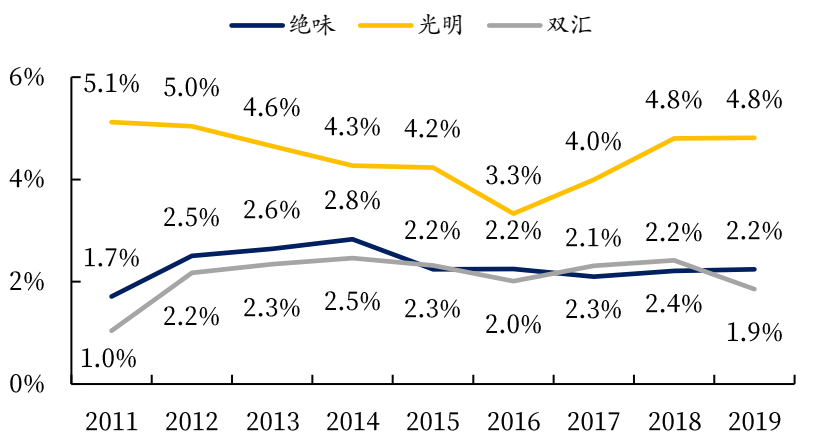
数据来源：公司公告

# 配送费用存在较大的优化空间

**桃李的配送费用率**




**短保企业的配送费用率**




**产能加密减少大范围跨区域配送。**在草根调研中，我们了解到，由于产能密度不够存在着区域间调货的情况，通常会调配保质期偏长的产品。例如此前在石家庄产能没有建成前，华北区域存在着产能吃紧的情况，就会从川渝地区调货，运输车辆经过上千公里、30多个小时的配送，才将货品送达。而随着未来华东、华中、西南、华南等地的产能逐渐释放，预计跨区域调配货的情况将有所好转，有助于公司降低配送费用率。

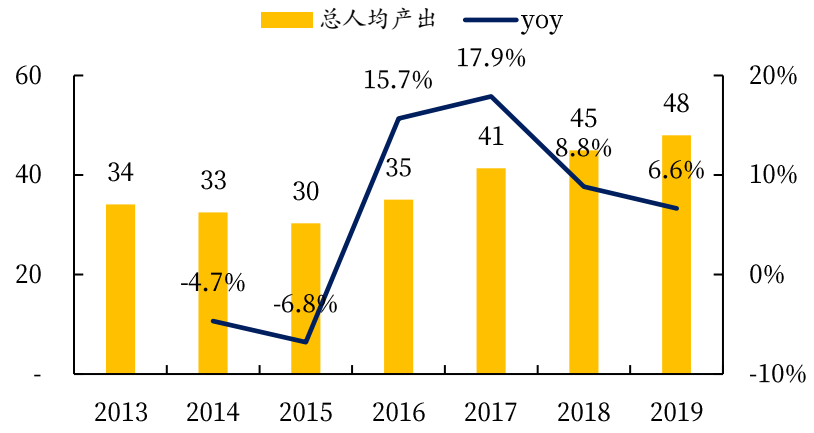
**已覆盖终端逐渐成熟，摊薄已有配送线路配送成本。**据经销商反馈，在配送线路设计的过程中，存在着配送线路运力不饱和的情况。通常，为了覆盖到更多的终端，在配送线路上会选择以几个成熟一些的终端为基础，再添加上几个新拓展的终端。所以线路的实际运力有所预留，造成了配送费用率偏高。随着终端在货架调整、SKU的几轮调整过程中逐渐成熟，或者在之后将不适合的终端剔除，可以有效实现配送线路运力利用率的有效提升。



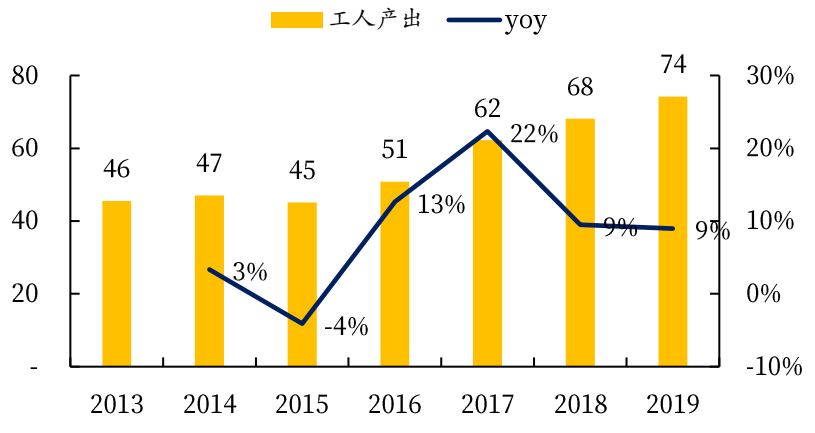
数据来源：公司公告

# 人员效率持续提升，资产周转率下行拖累近年来公司的ROE水平

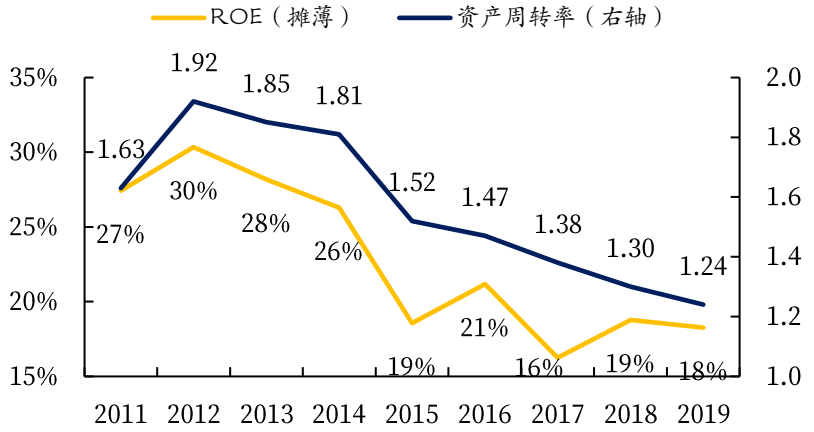
## 总的人均产出 万元/人




## 生产工人人效 万元/人




## ROE和资产周转率




虽然从ROE的角度看，公司这几年的效率处在缓慢回落的过程中。但实际上，如果看人均产出，不论是生产工人的人均产出，还是全体员工的人均产出，均处在上升的通道中。人均产出的提升，与我们看到的平均单店产出在提升形成相互的佐证。在人员效率上，公司其实处在稳步提升的过程中，而资产周转率的下行，则是拖累公司ROE水平的主要原因。考虑到在未来两年公司将迎来产能的迅速提升，形成全国化产能布局的基本架构，预计公司未来整体效率的提升将能逐步反应在ROE水平上。

数据来源：公司公告

Horizon Insights
弘 则 研 究

# THANKS
# 欢迎指正

本报告中所有数据和资料除特别注明外来源于Wind, Global Insight, CEIC, Bloomberg, Haver, BEA, NBER, 和HZI估计。

弘则弥道（上海）投资咨询有限公司
公司地址：上海市浦东新区世纪大道210号21世纪中心大厦1206室

# 免责声明

本报告仅供弘则弥道（上海）投资咨询有限公司正式签约的机构客户使用，不会仅因接收人/接受机构收到本报告而将其视为客户。本报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更。本报告中所提供的信息仅供参考。报告中的内容不对投资者做出的最终操作建议做任何的担保，也没有任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺。不作为客户在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议，也不作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。在任何情况下，本公司不对客户/接受人/接受机构因使用报告中内容所引致的一切损失负责任，客户/接受人/接受机构需自行承担全部风险。

**考研资料**：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
**英语类**：四六级万词班专四专八雅思等
**财经类**：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
**公务员**：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
**银行**：银行招聘、笔试、面试
**教师资格**：小学、中学、教师招聘面试
**建筑**：一建、二建、消防、造价
**法考**：主观题、客观题
**多平台网课**：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
**精选资料**：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
**押题**：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
**行业报告**：20000 份+持续更新

| | | |
|---|---|---|
| 英语四六级备考资料 | 计算机二级备考资料 | 150 所高校考研专业课资料 |
| 两小时搞定毛概马原思修近代史纲 | 高数(微积分)+线性代数+概率论 | 素描 0 基础入门教程 |
| 教师资格证全套备考资料 | 普通话考试资料礼包 | 书法教程微信 2270291360 |
| 大学生英语竞赛备考资料 | 大学生数学竞赛备考资料 | 1000 份各行业营销策划方案合集 |
| 挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料 | 电子设计竞赛必备资料 | 街舞 0 基础入门教程 |
| 托福雅思备考资料 | 大学物理学科攻略合集 | 动漫自学教程 |
| SCI 最全写作攻略 | TEM4/TEM8 专四专八备考资料 | 教师资格证面试试讲万能模板 |
| 360 份精美简历模板 | 数学建模 0 基础从入门到精通 | 100 套快闪 PPT 模板 |
| Vlog 制作最全攻略 | 超强 PR 模板 | 42 套卡通风 PPT 模板 |
| PS 零基础教程微信 1131084518 | PS 高级技能教程 | 63 套酷炫科技 PPT 模板 |
| 好用到极致的 PPT 素材 | 128 套中国风 PPT 模板 | 32 套 MBE 风格 PPT 模板 |
| 327 套水彩风 PPT 模板 | 295 套手绘风 PPT 模板 | 54 套毕业答辩专属 PPT |
| 196 套日系和风 PPT 模板 | 82 套文艺清新 PPT 模板 | 57 套思维导图 PPT 模板 |
| 163 套学术答辩 PPT 模板 | 53 套北欧风 PPT 模板 | 34 套温暖治愈系 PPT 模板 |
| 118 套国潮风 PPT 模板 | 30 套仙系古风 PPT | 126 套黑板风 PPT 模板 |
| 114 套星空风格 PPT 模板 | 192 套欧美商务风 PPT 模板 | 42 套绚丽暈染风 PPT |
| 50 套精美 INS 风 PPT 模板 | 56 套水墨风 PPT 模板 | 137 套清爽夏日风 PPT 模板 |
| 98 套森系 PPT 模板 | 25 套简约通用 PPT 模板 | 记忆力训练教程 |
| 300 套教学说课 PPT 模板 | 123 套医学护理 PPT 模板 | AE 动态模板微信 2270291360 |
| 毕业论文资料礼包 | 教师资格证重点笔记+易错题集 | 表情包制作教程 |
| 吉他自学教程（送 6000 谱） | 钢琴自学教程（送 1000 谱） | 区块链从入门到精通资料 |
| 2000 部 TED 演讲视频合集 | Excel 从入门到精通自学教程 | 单片机教程 |
| 230 套可视化 Excel 模板 | 1000 款 PR 预设+音效 | 1000 份实习报告模板 |
| 手绘自学教程微信 1131084518 | 单反从入门到精通教程 | 人力资源管理师备考资料 |
| 英语口语自学攻略 | 粤语 0 基础从入门到精通教程 | 证券从业资格证备考资料 |
| 日语自学教程 | 韩语自学教程 | PHP 从入门到精通教程 |
| 法语学习资料 | 西班牙语学习资料 | 炒股+投资理财从入门到精通教程 |
| 全国翻译专业资格考试备考资料 | BEC 初级+中级+高级全套备考资料 | 大数据学习资料 |
| SPSS 自学必备教程 | Origin 自学必备教程 | 会计实操资料 |
| LaTeX 全套教程+模板 | EndNote 教程+模板 | 小提琴 0 基础入门自学教程 |
| GRE 超全备考资料 | 200 份医学习题合集 | 司考备考资料 |

| | | |
|---|---|---|
| 思维导图教程＋素材 | 20000 份行业研究报告 | 一级造价工程师备考资料 |

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 陈安之 | 曾仕强 | 马云 | 杜云生 | 翟鸿燊 | 刘一秒 | 俞凌雄 |
| 王健林 | 余世维 | 雷军 | 周文强 | 安东尼罗宾 | 董明珠 | 李嘉诚 |
| 徐鹤宁 | 冯晓强 | 李践 | 刘克亚 | 罗伯特清崎 | 戴志强 | 李伟贤 |
| 苏引华 | 史玉柱 | 李强 | 俞敏洪 | 杰亚伯拉罕 | 周鸿祎 | 唐骏 |
| 梁凯恩 | 陈永亮 | 傅佩荣 | 贾长松 | 易发久 | 李彦宏 | 湖畔大学 |
| 李开复 | 聂枭 | 悟空道场 | 魏星 | 姬剑晶 | 其他名师全集 | 其他资料下载 |
| 王兴 | 王智华 | 智多星 | 陈文强 | 周导 | | 微信 2270291360 |
| 泡妞 | 撩汉 | 泡仔 | 房中术 | 性福课 | 驻容术 | 泡妞撩汉性福合集 |

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 记忆力训练 | 形象礼仪 | 健康养生 | 企业管理 | 沟通技巧 |
| 演讲与口才 | 经理修炼 | MBA 讲座 | 时间管理 | 战略经营 |
| 企业文化 | 销售心理 | 管理素质 | 国学讲座 | 执行力 |
| 团队管理 | 领导艺术 | 员工激励 | 潜能激发 | 谈判技巧 |
| 绩效管理 | 薪酬管理 | 43 份直销制度 | 电话销售 | 人力管理 |
| 客户服务 | 创业指南 | 市场营销 | 餐饮管理 | 保险讲座 |
| 品牌营销 | 酒店管理 | 汽车 4S 店 | 众筹资料 | 销售技巧 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 兴趣爱好： | 钓鱼教程 | 魔术教学 | 炒股教学 | 美术教学 | 书法教学 |
| 音乐乐器： | 萨克斯教学 | 电子琴教学 | 小提琴 | 古筝教学 | 钢琴教学 |
| | 吉他教学 | | | | |
| 体育运动： | 篮球教学 | 足球教学 | 羽毛球教学 | 兵乓球教学 | 太极拳教学 |
| | 围棋教学 | 高尔夫球 | | | |
| 生活实用： | 插花教学 | 茶艺-茶道 | 唱歌教学 | 单反相机摄影 | 毛线编织 |
| | 小吃+美食 | | | | |
| 语言学习： | 英语 | | | | |
| 电脑 IT： | 办公 office | PS 美工教学 | | | |

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

# 如果群里报告过期

# 请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

# 扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。